

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 17.00 (From: Bt 15.00)
Upside : 27.8%

5 JULY 2021

BEC World Pcl (BEC TB)

แนวโน้มดีขึ้น

เราคาดว่า BEC จะมีกำไร 2Q21F แข็งแกร่ง แม้จะมีโควิดระลอก 3 อัตราการใช้เวลาโฆษณาที่สูงขึ้น อัตราค่าโฆษณาเฉลี่ยที่ดีขึ้นจากการปรับผังรายการ และฐานต้นทุนที่ต่ำลงเป็นปัจจัยหนุน เราปรับประมาณการ EPS ปี 2021-23F ขึ้น 10-20% และปรับ TP เป็น 17 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เราคาดว่า BEC จะมีกำไร 2Q21F ที่ 225 ลบ. เพิ่มขึ้น 59% q-q และฟื้นตัวจากขาดทุน 267 ลบ. ใน 2Q20 กำไรที่แข็งแกร่งแม้จะมีโควิดระลอก 3 เนื่องจาก BEC มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นจากละครที่มีเรตติ้งที่ดีขึ้น และการกลับมาของผู้ประกาศข่าวชื่อดัง คุณสรยุทธ สุทัศนะจินดา ปัจจัยหลักผลักดันกำไร ได้แก่ อัตราการใช้เวลาโฆษณาที่เพิ่มขึ้นจาก 64% ใน 1Q21 เป็น 67% ใน 2Q21F อัตราค่าโฆษณาเฉลี่ยที่สูงขึ้นจากการมีสัดส่วนรายการข่าวที่เพิ่มขึ้นและการฉายละครสั้นน้อยลง และฐานต้นทุนที่ต่ำลงจากความพยายามในการลดต้นทุน เราปรับกำไรปี 2021-23F ขึ้น 10-20% และปรับราคาเป้าหมายปี 2022F เป็น 17 บาท (จาก 15 บาท) เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยมีเรื่องราวการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่ง นอกจากนี้เรามองว่าหุ้นไม่แพงที่ 18 เท่า PE ในปี 2023F ที่มีการฟื้นตัวเต็มที่ ซึ่งได้รับการ de-rated จากปีก่อนเปิดเสรีที่เฉลี่ยที่ 35 เท่าไปแล้ว

ได้ประโยชน์จากการทำงานที่บ้าน

เม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อโทรทัศน์มีส่วนแบ่งรายได้เพิ่มขึ้นจาก 57% ในปี 2019 เป็น 61% ใน 5M21 ด้วยแนวโน้มการทำงานจากที่บ้านเนื่องจากการระบาดของโควิด-19 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายผ่านสื่อนอกบ้าน รวมถึงสื่อเคลื่อนที่ลดลง เม็ดเงินโฆษณารวมใน 5M21 เพิ่มขึ้น 5% โดยได้แรงหนุนจากเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อโทรทัศน์ที่เติบโต 8% (เทียบกับสื่อนอกบ้านที่ลดลง 12%) เนื่องจากเศรษฐกิจโดยรวมที่อ่อนแอ เราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณารวมจะลดลง 9% และเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อโทรทัศน์ลดลง 7% ในปี 2021F อย่างไรก็ตาม BEC น่าจะมีรายได้โฆษณาเพิ่มขึ้น 5% y-y ในปี 2021F นอกจากส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นแล้ว เราคาดว่ารายได้จากการขายลิขสิทธิ์ละคร ซึ่งรวมถึงออกอากาศแบบคู่ขนาน (Simulcast) และรายได้ออนไลน์จะเพิ่มขึ้นเป็น 1 พันลบ. ในปีนี้ จาก 800 ลบ. ในปี 2019

ธุรกิจมีแนวโน้มดีขึ้น

จุดแข็งของ BEC คือรายการข่าว แม้กระทั่งก่อนการกลับมาของคุณสรยุทธ และละคร BEC กระจายออกอากาศรายการข่าวตลอดทั้งวัน โดยใช้นักข่าวยอดนิยมไม่กี่คน ด้วยการกลับมาของคุณสรยุทธ และความต้องการทราบข่าวโควิดที่มากขึ้น BEC จึงเพิ่มช่วงข่าวเป็น 37% ของช่วงเวลาทั้งหมดใน 2Q21 vs 35% ใน 1Q21 ด้วยผลกระทบจากคุณสรยุทธที่ไตรมาส เราคาดว่าเวลาข่าวจะเพิ่มขึ้นเป็น 40% ใน 3Q21F อัตราการใช้เวลาโฆษณาของรายการข่าว “เรื่องเล่าเช้านี้” เพิ่มขึ้นจาก 50-60% ใน 1Q21 เป็น 70-80% ใน 2Q21 และจะเพิ่มขึ้นอีกเมื่อเทียบทั้งไตรมาสใน 3Q21F สำหรับละครช่วงไพรม์ไทม์, จะมีการฉายละคร 6 เรื่องใหม่ใน 2H21 และเราคาดว่าจะมีการประกาศเพิ่ม vs 11 เรื่อง ใน 1H21F และเพียง 16 เรื่อง ในปี 2020 ที่มีการฉายเรื่องซ้ำ หนึ่งในละครที่จะฉาย “Dare to Love” แสดงโดยสองนักแสดงหญิงชั้นนำ ดูเหมือนได้รับความนิยมมาก มีผู้ชมที่เซอร์ 1.5 ล้านวิว เทียบกับระดับปกติที่ 0.5 ล้านวิว

Simulcast น่าจะสร้างรายได้ให้อย่างแข็งแกร่ง

เราเห็นความเสี่ยงต่อคาดการณ์รายได้จากการขายลิขสิทธิ์รายการ รวมทั้งการออกอากาศแบบคู่ขนาน (Simulcast) ที่ 500 ลบ. ลดลงในปี BEC ได้ประกาศยอดขายละครไปแล้ว 10 รายการ ซึ่งคิดเป็น 60% ของประมาณการของเรา ปีนี้เป็นปีแรกที่มีการออกอากาศแบบคู่ขนานบน Netflix

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่ใช่คำแนะนำประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



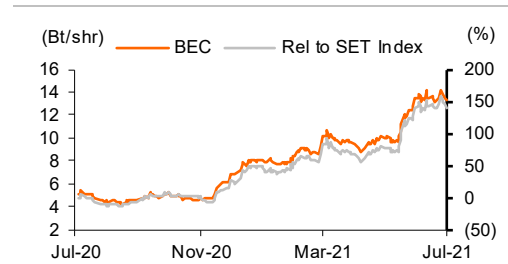
RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	5,861	6,022	6,891	7,344
Net profit	(214)	898	1,195	1,515
Consensus NP	—	759	1,042	1,255
Diff frm cons (%)	—	18.2	14.7	20.7
Norm profit	(146)	898	1,195	1,515
Prev. Norm profit	—	750	1,087	1,369
Chg frm prev (%)	—	19.7	9.9	10.7
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.6	0.8
Norm EPS grw (%)	na	na	33.1	26.8
Norm PE (x)	na	29.6	22.3	17.6
EV/EBITDA (x)	13.2	8.1	7.3	6.6
P/BV (x)	4.9	4.5	4.3	4.1
Div yield (%)	0.0	3.0	4.0	5.1
ROE (%)	na	15.9	19.8	24.0
Net D/E (%)	7.4	(0.6)	2.0	0.7

PRICE PERFORMANCE

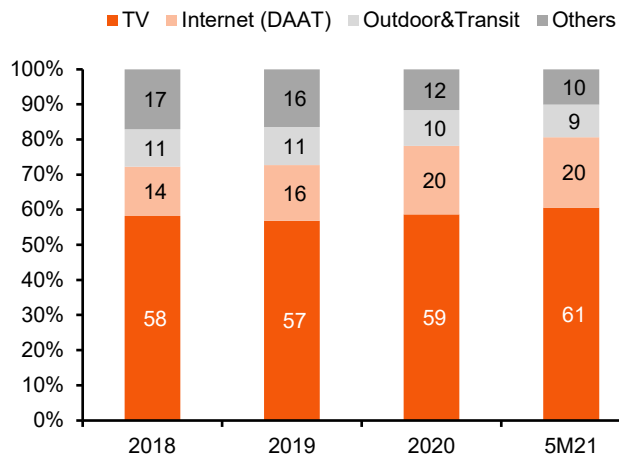


COMPANY INFORMATION

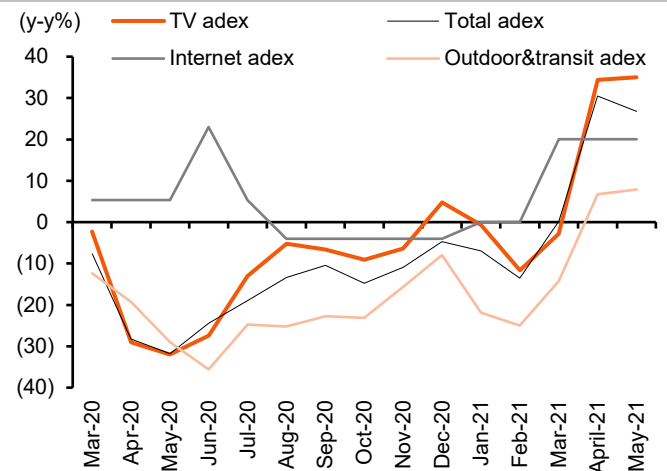
Price as of 5-Jul-21 (Bt)	13.30
Market Cap (US\$ m)	828.4
Listed Shares (m shares)	2,000.00
Free Float (%)	49.34
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.80
12M Price H/L (Bt)	14.20/4.24
Sector	MEDIA
Major Shareholder	Maleenont Family 45.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

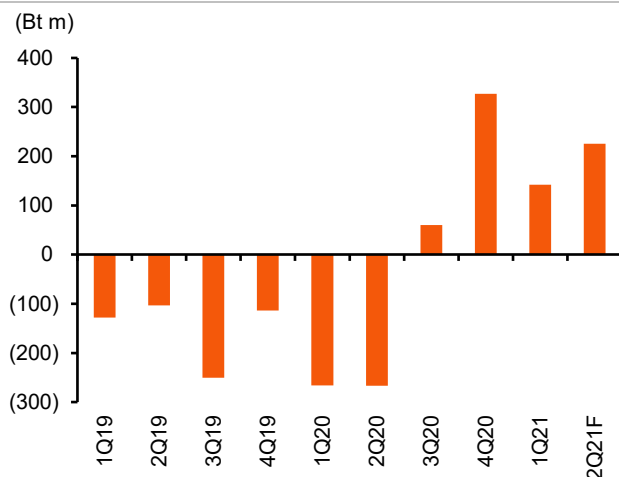
**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

Ex 1: TV Adex Share Rising During COVID Outbreak

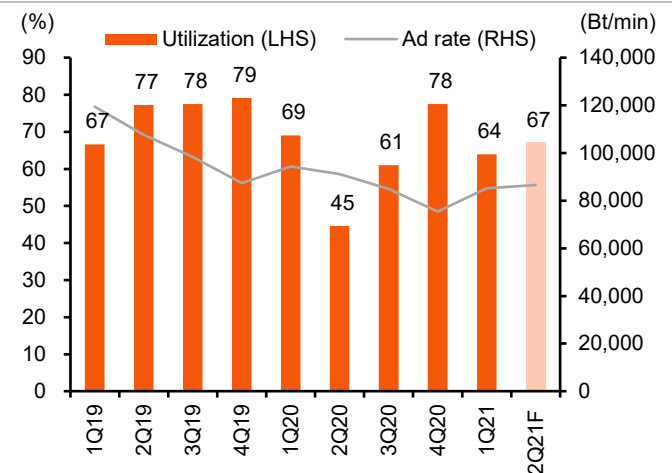
Source: Nielsen Thailand

Ex 2: TV Adex Has Been Resilient Due To WFH Trend

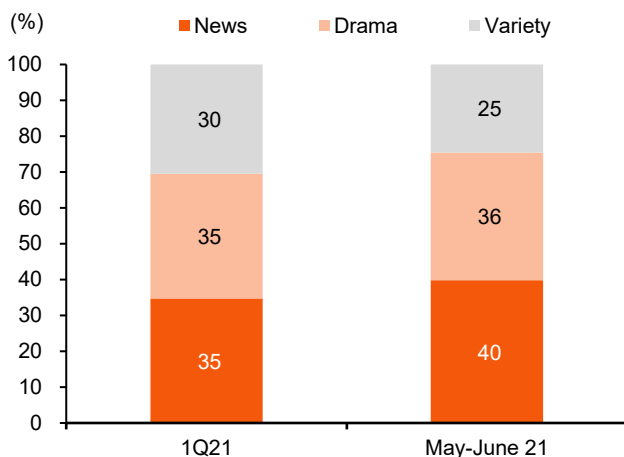
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BEC's Strong 2Q21F Earnings Despite Third Wave

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Key Drivers Are Utilization And Ad Rate

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Higher News Content During COVID Outbreak

Source: Thanachart compilation

Ex 6: Popular Key Anchor Newsmen

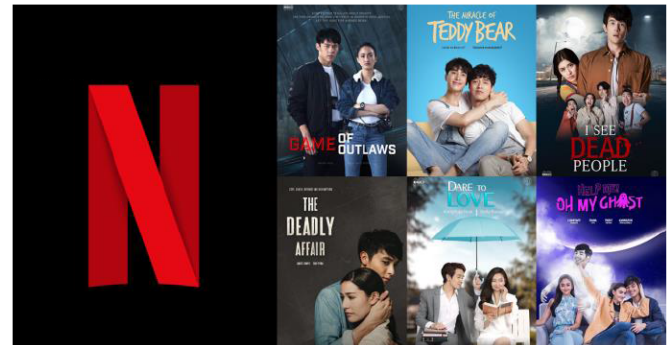
Source: Company data

Ex 7: Some New Prime Time Dramas In May



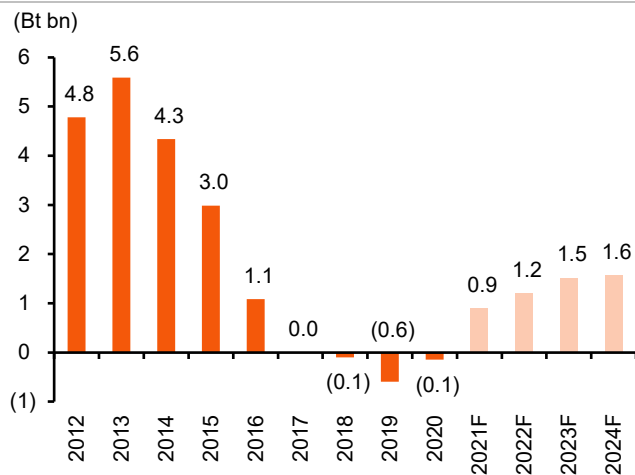
Source: Company data

Ex 8: Six Fresh Dramas In 2H21 On Thai TV And Netflix



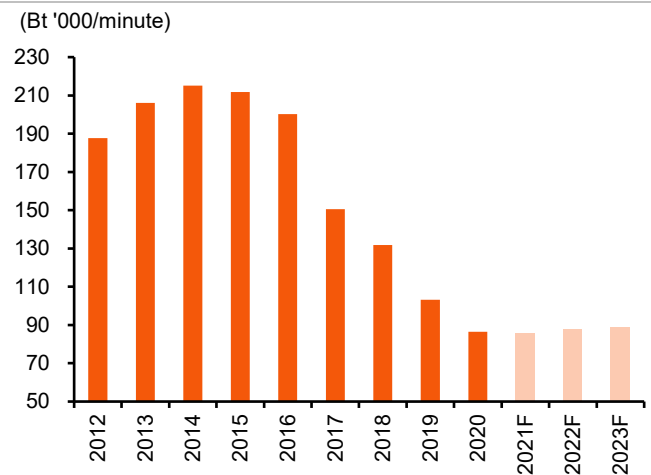
Source: Company data

Ex 9: Strong Normalized Profit Turnaround In 2021-22F



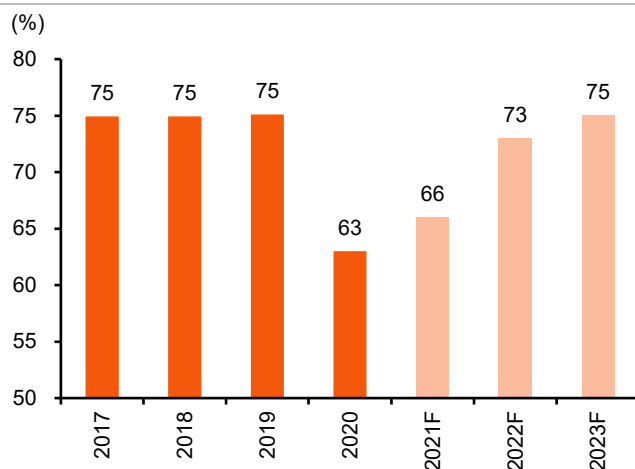
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Profit Turnaround Despite De-rated Ad Rate



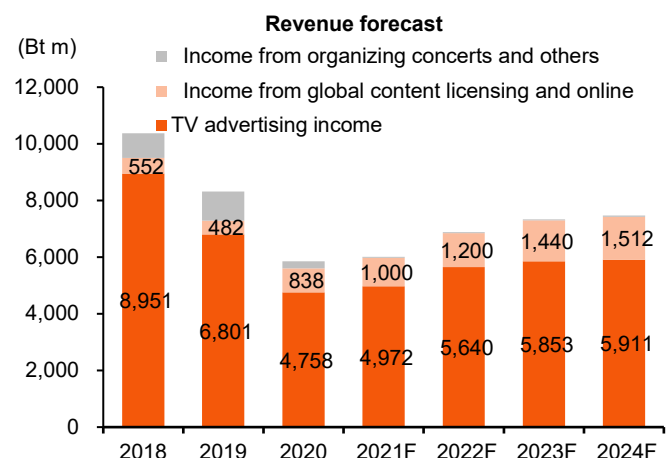
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Utilization Rate Forecast

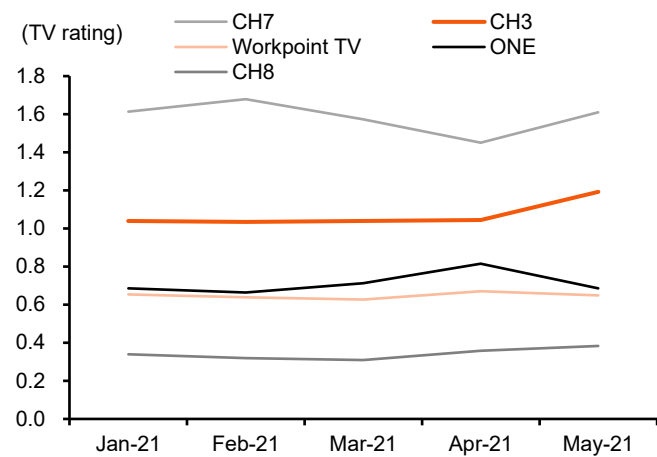


Sources: Company data, Thanachart estimates

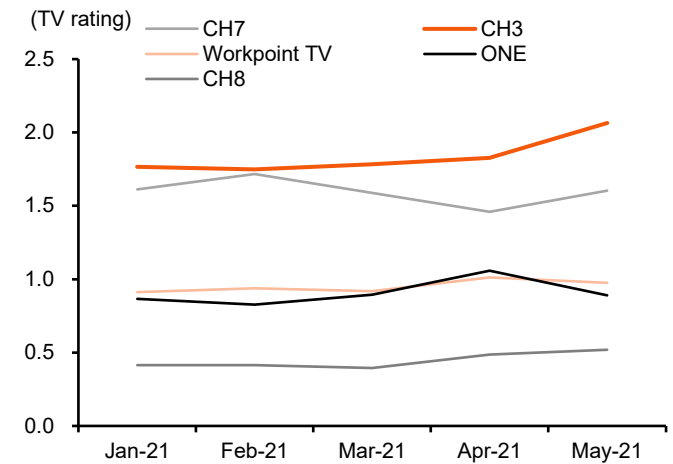
Ex 12: Growing Content Sales Overseas And Online



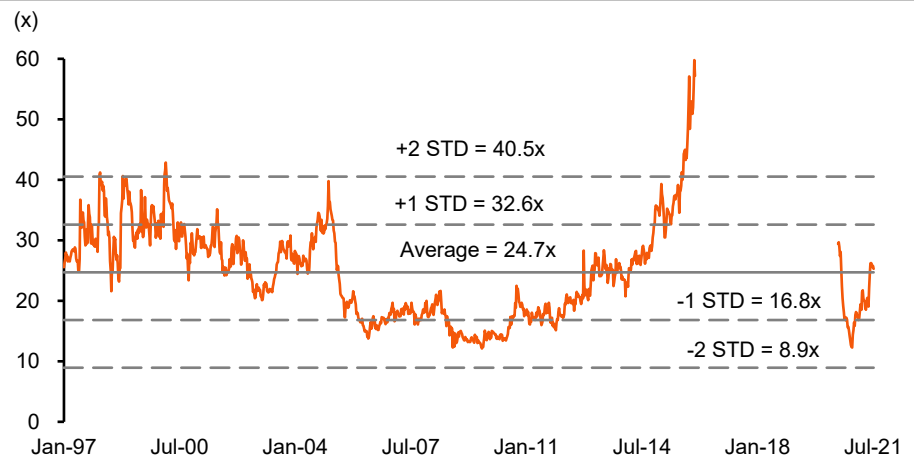
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: TV Rating (Nationwide Age 4+)

Source: Nielsen Thailand

Ex 14: TV Rating (Bangkok Age 15+)

Source: Nielsen Thailand

Ex 15: 2023F PE, Full Turnaround Year, Already De-rated From Pre-liberalization Period

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 16: Our Key Assumption Changes

	2020	2021F	2022F	2023F
Total revenue (Bt m)				
New	5,861	6,022	6,891	7,344
Old		6,351	6,890	7,285
Change (%)		(5.2)	0.0	0.8
Utilization				
New	63.4	66.0	73.0	75.0
Old		70.0	73.0	75.0
Change (%)		(5.7)	0.0	0.0
Total operating costs (Bt m)				
New	5,927	4,831	5,332	5,382
Old		5,346	5,466	5,510
Change (%)		(9.6)	(2.5)	(2.3)
Normalized profit (Bt m)				
New	(146)	898	1,195	1,515
Old		750	1,087	1,369
Change (%)		19.7	9.9	10.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	3,655	4,058	4,118	4,146	4,172	4,183	4,194	4,206	4,217	4,229	4,239	—
Free cash flow	3,176	3,530	3,646	3,677	3,697	3,709	3,718	3,726	3,735	3,744	3,752	38,883
PV of free cash flow	3,167	2,872	2,674	2,432	2,159	1,944	1,750	1,575	1,417	1,276	1,095	11,345
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	33,705											
Net debt (2021F)	(33)											
Minority interest	0											
Equity value	33,738											
# of shares (m)	2,000											
Target price/share (Bt)	17											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 18: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Entertainment Ne	ENIL IN	India	na	na	na	22.4	1.1	1.0	8.6	5.5	0.8	1.4
Sun TV Network	SUNTV IN	India	3.2	8.0	13.2	12.2	2.8	2.5	7.1	6.5	4.2	4.7
Zee Entertainment	Z IN	India	84.5	16.1	14.2	12.3	1.9	1.7	8.8	7.7	1.8	2.1
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	7.2	16.4	20.9	18.0	5.4	4.7	15.7	13.9	3.0	2.8
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	24.0	15.3	5.3	4.6	0.7	0.6	4.8	4.5	2.7	3.8
Beijing Gehua	600037 CH	China	196.6	14.3	25.3	22.1	0.9	0.9	4.9	4.4	1.4	1.6
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	na	61.5	18.5	11.4	0.8	0.8	3.4	3.2	0.5	0.0
BEC World*	BEC TB	Thailand	na	33.1	29.6	22.3	4.5	4.3	8.1	7.3	3.0	4.0
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	34.1	28.6	21.3	3.2	3.0	16.0	12.8	2.1	3.7
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	44.6	173.3	114.9	42.0	4.3	4.0	9.0	7.4	0.3	1.3
RS Pcl*	RS TB	Thailand	8.7	54.9	37.3	24.1	9.1	8.1	16.1	11.2	2.1	3.5
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	144.5	113.3	112.1	52.6	3.0	2.8	87.4	46.9	0.2	0.4
Workpoint Ent**	WORK TB	Thailand	na	na	na	255.9	2.1	2.1	14.3	12.1	0.0	0.3
Average			64.2	49.1	38.2	40.1	3.1	2.8	15.7	11.0	1.7	2.3

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth
** VGI's fiscal year ends in March.
Based on 5-Jul-21 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน) (BEC) เป็นบริษัทโฮลดิ้ง ที่ทำธุรกิจสื่อหลากหลาย โดยสามารถแยกออกเป็นกลุ่มตามลักษณะของธุรกิจที่ดำเนินการได้ดังนี้ คือ 1) กลุ่มธุรกิจดำเนินการออกอากาศและสื่อโฆษณา ซึ่งประกอบด้วย ธุรกิจโทรทัศน์ และสื่อข่าว 2) กลุ่มธุรกิจดำเนินการจัดหา-ผลิตรายการ และจัดจำหน่ายรายการ และ 3) ผลิตและจัดแสดงคอนเสิร์ต โชว์ และกิจกรรมต่างๆ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

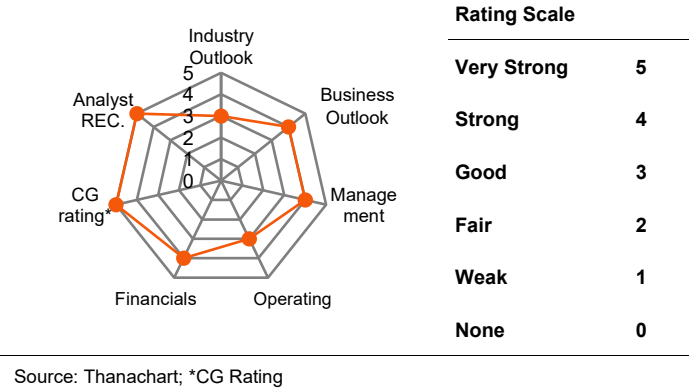
S — Strength

- BEC มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- BEC มีนักแสดงเป็นของตัวเอง
- มีส่วนแบ่งผู้ชมเป็นอันดับสองรองจากช่อง 7.

O — Opportunity

- ด้วยโอกาสในการขยายไปยังแพลตฟอร์มดิจิทัลและออนไลน์ใหม่ BEC จึงน่าจะสามารถมีรายได้เพิ่มเติม

COMPANY RATING



W — Weakness

- มีโอกาสในการลงทุนน้อยและยังห่างไกล ดังนั้นจึงยังไม่เร่งลงทุนในขณะนี้

T — Threat

- การเปิดเสรีอุตสาหกรรมจะทำให้มีคู่แข่งมากขึ้นในตลาด และทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง
- ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นของแพลตฟอร์มดิจิทัล ทำให้ผู้โฆษณา มีทางเลือกมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อทางลบต่อการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาของ BEC

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	14.97	17.00	14%
Net profit 21F (Bt m)	759	898	18%
Net profit 22F (Bt m)	1,042	1,195	15%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 0	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรา รวมกระทบเชิงบวกจากการลดลงของค่าใช้จ่าย โดยเฉพาะต้นทุนการผลิตในประมาณการ
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากมีอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่ดิ่งขึ้นต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนการผลิตรายการของบริษัทฯ สูงกว่าประมาณการปัจจุบัน
- หากการพัฒนาของช่องทางทีวีดิจิทัล และแพลตฟอร์มออนไลน์อื่นเร็วกว่าคาด
- หากเม็ดเงินโฆษณาในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าคาด
- หากรายได้จากลิขสิทธิ์และออนไลน์ต่ำกว่าคาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	8,310	5,861	6,022	6,891	7,344
Cost of sales	7,536	4,583	4,235	4,687	4,696
Gross profit	774	1,278	1,787	2,204	2,648
% gross margin	9.3%	21.8%	29.7%	32.0%	36.1%
Selling & administration expenses	1,482	1,344	596	644	687
Operating profit	(708)	(66)	1,191	1,559	1,962
% operating margin	-8.5%	-1.1%	19.8%	22.6%	26.7%
Depreciation & amortization	3,070	2,110	2,094	2,096	2,097
EBITDA	2,363	2,044	3,285	3,655	4,058
% EBITDA margin	28.4%	34.9%	54.6%	53.0%	55.3%
Non-operating income	97	47	30	34	37
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(127)	(117)	(99)	(100)	(105)
Pre-tax profit	(738)	(135)	1,122	1,494	1,893
Income tax	(62)	98	224	299	379
After-tax profit	(676)	(233)	898	1,195	1,515
% net margin	-8.1%	-4.0%	14.9%	17.3%	20.6%
Shares in affiliates' Earnings	28	(2)	0	0	0
Minority interests	52	90	0	0	0
Extraordinary items	199	(68)	0	0	0
NET PROFIT	(397)	(214)	898	1,195	1,515
Normalized profit	(596)	(146)	898	1,195	1,515
EPS (Bt)	(0.2)	(0.1)	0.4	0.6	0.8
Normalized EPS (Bt)	(0.3)	(0.1)	0.4	0.6	0.8

*We project earnings to
normalize in 2023F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	4,695	3,889	4,263	4,455	4,555
Cash & cash equivalent	2,816	2,598	2,930	2,930	2,930
Account receivables	1,459	1,117	1,155	1,322	1,408
Inventories	4	2	2	3	3
Others	416	171	176	201	214
Investments & loans	119	41	41	41	41
Net fixed assets	348	268	199	128	57
Other assets	6,192	5,321	5,592	5,913	6,199
Total assets	11,354	9,519	10,095	10,538	10,852
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,004	818	911	926	1,007
Account payables	818	474	464	514	515
Bank overdraft & ST loans	330	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	855	344	447	413	492
Total LT debt	2,998	2,999	2,897	3,055	2,978
Others LT liabilities	634	293	385	401	415
Total liabilities	5,636	4,110	4,192	4,382	4,401
Minority interest	95	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(38)	(73)	(73)	(73)	(73)
Retained earnings	2,494	2,315	2,809	3,062	3,357
Shareholders' equity	5,623	5,409	5,903	6,156	6,451
Liabilities & equity	11,354	9,519	10,095	10,538	10,852

*Balance sheet still
strong, on our estimates*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(738)	(135)	1,122	1,494	1,893
Tax paid	16	(97)	(227)	(295)	(378)
Depreciation & amortization	3,070	2,110	2,106	2,109	2,112
Chg In working capital	(37)	(0)	(48)	(117)	(86)
Chg In other CA & CL / minorities	(78)	(349)	101	(63)	66
Cash flow from operations	2,234	1,528	3,055	3,127	3,607
Capex	131	(55)	(50)	(50)	(50)
Right of use	0	(95)	(30)	(30)	(30)
ST loans & investments	26	0	0	0	0
LT loans & investments	177	78	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,825)	(1,345)	(2,137)	(2,264)	(2,232)
Cash flow from investments	(1,490)	(1,416)	(2,217)	(2,344)	(2,312)
Debt financing	(32)	(330)	(102)	158	(76)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	(404)	(942)	(1,219)
Warrants & other surplus	(64)	(0)	0	0	0
Cash flow from financing	(96)	(330)	(506)	(784)	(1,296)
Free cash flow	2,365	1,473	3,005	3,077	3,557

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	29.6	22.3	17.6
Normalized PE - at target price (x)	na	na	37.9	28.5	22.4
PE (x)	na	na	29.6	22.3	17.6
PE - at target price (x)	na	na	37.9	28.5	22.4
EV/EBITDA (x)	11.5	13.2	8.1	7.3	6.6
EV/EBITDA - at target price (x)	14.6	16.8	10.3	9.3	8.4
P/BV (x)	4.7	4.9	4.5	4.3	4.1
P/BV - at target price (x)	6.0	6.3	5.8	5.5	5.3
P/CFO (x)	11.9	17.4	8.7	8.5	7.4
Price/sales (x)	3.2	4.5	4.4	3.9	3.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	3.0	4.0	5.1
FCF Yield (%)	8.9	5.5	11.3	11.6	13.4
(Bt)					
Normalized EPS	(0.3)	(0.1)	0.4	0.6	0.8
EPS	(0.2)	(0.1)	0.4	0.6	0.8
DPS	0.0	0.0	0.4	0.5	0.7
BV/share	2.8	2.7	3.0	3.1	3.2
CFO/share	1.1	0.8	1.5	1.6	1.8
FCF/share	1.2	0.7	1.5	1.5	1.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

We estimate higher free-cash flow yields

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(17.9)	(29.5)	2.7	14.4	6.6
Net profit (%)	na	na	na	33.1	26.8
EPS (%)	na	na	na	33.1	26.8
Normalized profit (%)	na	na	na	33.1	26.8
Normalized EPS (%)	na	na	na	33.1	26.8
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	90.0	90.0	90.0
Operating performance					
Gross margin (%)	9.3	21.8	29.7	32.0	36.1
Operating margin (%)	(8.5)	(1.1)	19.8	22.6	26.7
EBITDA margin (%)	28.4	34.9	54.6	53.0	55.3
Net margin (%)	(8.1)	(4.0)	14.9	17.3	20.6
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	(0.0)	0.0	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	12.1	15.6	18.7
Interest coverage - EBITDA (x)	18.6	17.5	33.3	36.5	38.7
ROA - using norm profit (%)	na	na	9.2	11.6	14.2
ROE - using norm profit (%)	na	na	15.9	19.8	24.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	15.9	19.8	24.0
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	na	na	20.3	23.1	27.2
- leverage (x)	2.2	1.9	1.7	1.7	1.7
- interest burden (%)	120.8	724.6	91.9	93.7	94.7
- tax burden (%)	na	na	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
ROIC (%)	(9.7)	(1.1)	16.4	21.3	25.0
NOPAT (Bt m)	(708)	(66)	952	1,248	1,569
invested capital (Bt m)	6,136	5,810	5,869	6,281	6,500

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We forecast profitability
levels to increase*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A , BAM16C2107A , BANP16C2107A , BDMS16C2107A , COM716C2107A , CPF16C2107A , EA16C2107A , GULF16C2107A , HANA16C2107A , IVL16C2107A , KBAN16C2107A , MINT16C2107A , OR16C2107A , PTG16C2107A , SAWA16C2107A , SCGP16C2107A , STA16C2107A , TASC16C2107A , AEON16C2108A , CBG16C2108A , CPF16C2108A , DELT16C2108A , EA16C2108A , GUNK16C2108A , IRPC16C2108A , KBAN16C2108A , MTC16C2108A , OR16C2108A , PTTG16C2108A , RS16C2108A , TQM16C2108A , S5016C2109A , S5016P2109A , AOT16C2109A , BANP16C2109A , BCH16C2109A , BDMS16C2109A , BH16C2109A , CBG16C2109A , CBG16C2109B , CPAL16C2109A , CPN16C2109A , DELT16C2109A , EPG16C2109A , GPSC16C2109A , IVL16C2109A , KBAN16C2109A , KCE16C2109A , MINT16C2109A , MTC16C2109A , OR16C2109A , PRM16C2109A , PTG16C2109A , PTT16C2109A , RS16C2109A , SCGP16C2109A , TASC16C2109A , ADVA16C2110A , BAM16C2110A , BANP16C2110A , BGRI16C2110A , EA16C2110A , EGO16C2110A , IRPC16C2110A , JMT16C2110A , KTC16C2110A , KTC16C2110B , PTTG16C2110A , STEC16C2110A , TU16C2110A , GPSC16C2110A , GUNK16C2110A , IVL16C2110A , RBF16C2110A , S5016C2109B , S5016P2109B (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTT, PTTG, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนได้ส่วนเสียกับ บริษัท ธารณนิลสิน จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ธารณนิลสิน จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้รับการจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการร่วมกันได้แก่ นางอริศวิณี ไตรลึงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้รับการจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอวิปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอวิปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th